

Обзор рынков

Вторник, 28 января 2014

- Рубль, показав -5,2% с начала года, не стал аутсайдером среди валют развивающихся рынков. Аргентинское песо - топ “лузер”.
- Качество экономического роста в Китае ухудшилось: китайскую экономику может ждать схлопывание инвестиционного и кредитного пузыря, как это было в Исландии, СССР или Южной Корее.

Комментарий:

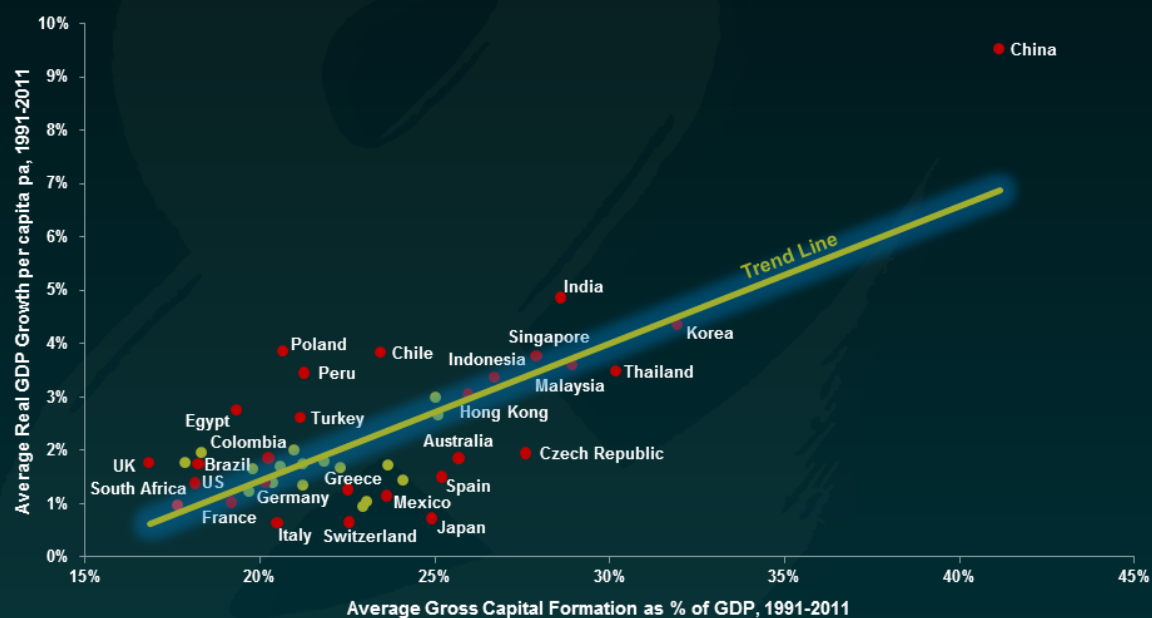
Вчера мировые рынки минусовали. Российский ММВБ закончил торги с -1,09%, индекс РТС просел на 1,29%. Европейские индексы нащупали минимумы последнего месяца. STOXX Europe 600 растерял 0,84% и показал минус 2% с начала месяца. Снижение мировых рынков отчасти объясняется обеспокоенностью инвесторов ухудшением экономической ситуации во второй крупнейшей экономике мира - Китае.

Экономическая теория гласит, что рост ВВП на душу населения возможен за счет двух источников, носящих экстенсивный характер (за счет привлечения новых факторов производства) и интенсивный (технологический процесс, повышение эффективности). Многие развивающиеся рынки, в том числе некогда СССР, показывали впечатляющие темпы роста преимущественно за счет драйверов, не имеющих отношения к эффективности. Рост ВВП основывался на привлечении новых факторов производства, которые ограничены и со временем отдача от них носит убывающий характер («built on perspiration rather than inspiration»). Экстенсивный экономический рост, как правило, нестабилен и носит краткосрочный характер.

Экономика азиатских “тигров” (Сингапур, Южная Корея, Гонконг и Тайвань) развивалась по схожему с СССР сценарию: рост ВВП был возможен благодаря мобилизации ресурсов. Иллюзорно рост “тигров” ассоциируют с “азиатским чудом” и эффективностью.

В Китае иная картина. Поражающие темпы экономического роста в Китае, как и в других развивающихся рынках капитала объясняются ростом инвестиций в человеческий и физический капитал. Но до 2008 года китайская экономика быстро развивалась преимущественно за счет улучшения производительности. В подтверждение приводим [график](#), по оси X отложена доля инвестиций в ВВП, в % и по оси Y - темпы роста реального ВВП на душу населения.

Countries that invest heavily usually see strong GDP growth too

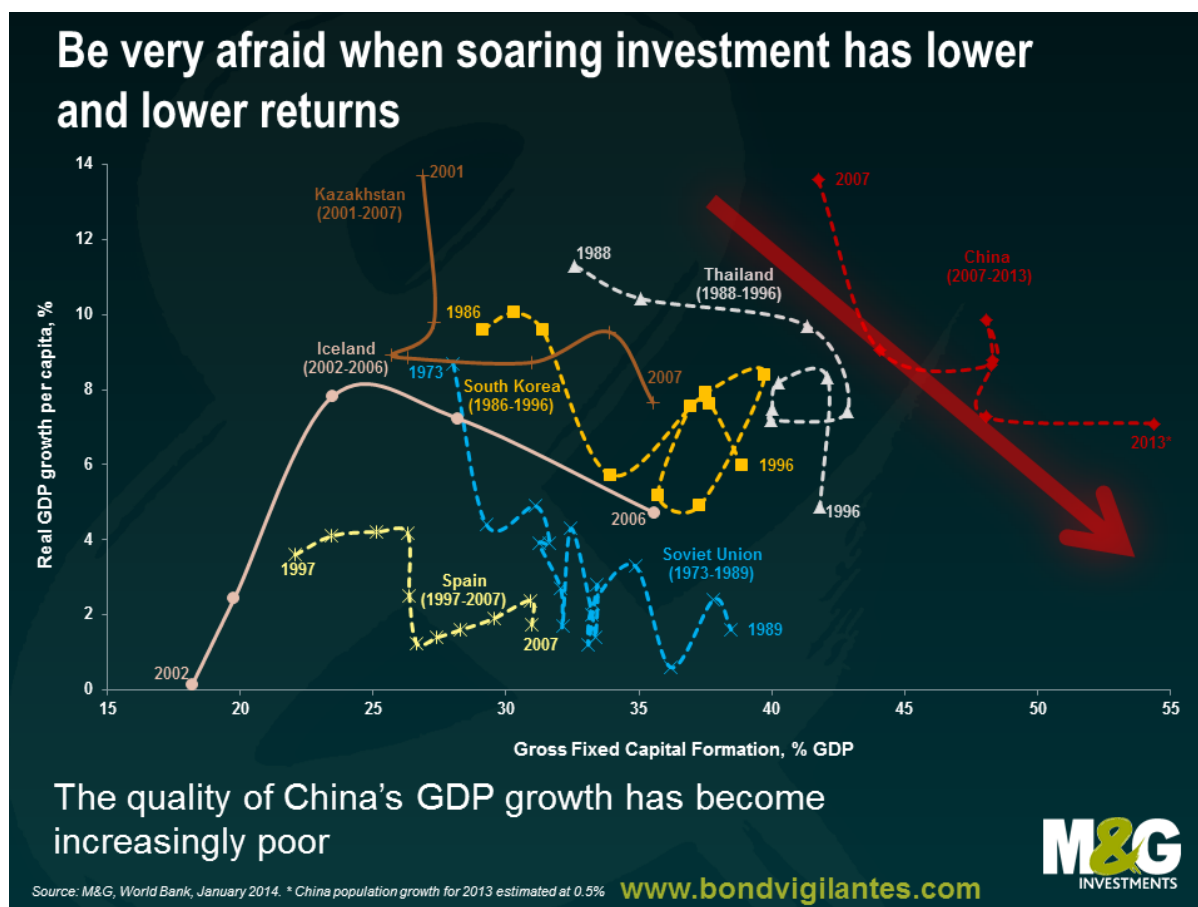


www.bondvigilantes.com

M&G
INVESTMENTS

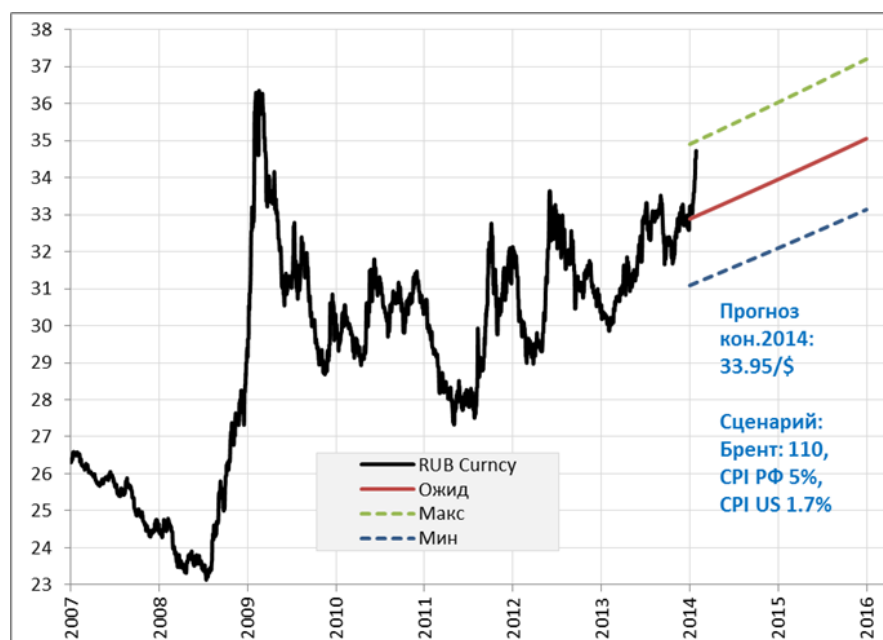
Source: M&G, World Bank, December 2013. Countries selected are world's 50 biggest economies as at 2011 and where data available since 1991

График показывает положительную связь между инвестициями и ростом реального ВВП: чем больше страны инвестируют, тем быстрее растет их экономика. Подавляющая часть развивающихся стран сконцентрирована в правой верхней части графика, что подразумевает, что страны с формирующимися рынками больше инвестируют и имеют более высокие темпы роста. Далее они попадают в ловушку “среднего дохода”, так как экстенсивные источники достигают потолка, и страны не могут во время изменить структуру экономики. Китай стоит особняком со средними инвестициями более 40% и ростом реального ВВП на уровне 9,5%. Тот факт, что Китай расположился значительно слева от тренда, свидетельствует о существенном задействовании производительности в росте экономики. Но! экономика Китая после 2008 г. претерпела серьезные изменения. (см. график ниже). Мобилизация ресурсов и увеличение инвестиций становятся доминирующим источником роста ВВП. В прошлом году доля инвестиций в ВВП подпрыгнула с 48% до более 54 %, максимум с 1993 года. Еще одним тревожным сигналом служит, что рост инвестиционной активности сопровождается падением экономической активности (реального ВВП на душу населения). Одной из возможных причин называют снижение производительности труда - замедлились темпы перехода рабочей силы из низкопроизводительного с/х в промышленный сектор. Резюме - качество роста реального ВВП в Китае ухудшилось. Последствия могут оказаться самыми печальными для экономики КНР: повторение рецессий в Испании, Тайланде, СССР.



Сильные движения по рублю похоже становятся “новой нормой” с политикой “плавающего рубля”. Вчера рубль касался отметки ~34,8/\$, к концу торгов капитулировал к 34,7/\$.

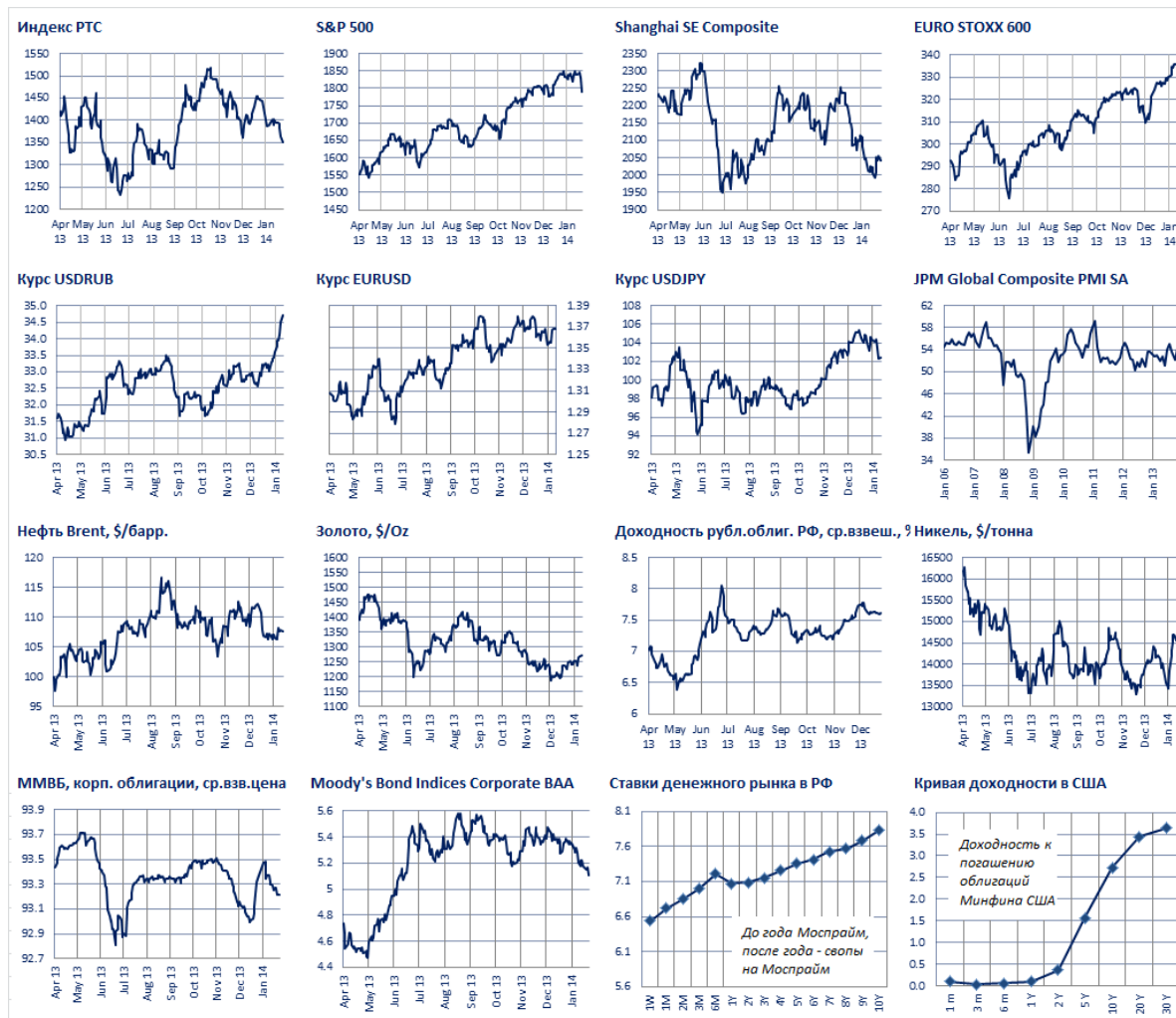
Мы построили сценарные прогнозы для курса рубля/доллар до конца текущего года с входными параметрами по нефти \$110/барр., ожидаемой инфляцией в России на уровне 5% и в США в районе 1,7%. Красная линия означает ожидаемый курс согласно нашей модели зависимости рубля от нефти и инфляции. На начало года фактический курс соответствовал прогнозируемому. Мы построили 95% доверительный интервал для матожидания прогнозируемого курса, границы которого



выделены зеленой и красной пунктирными линиями. Текущий курс рубля близок к максимальному уровню. Если рубль продолжит движение в этом направлении, то мы можем увидеть 36/\$ в конце 2014 г. Базовый сценарий предполагает 34/\$, мы склонны верить, что реализуется именно базовый сценарий.

Отвечая на вопрос, почему рубль ведет себя таким образом, приведем цитату Э. Набиуллина: «не рубль слабел, а дорожали доллар и евро ко всем валютам развивающихся рынков. Сейчас США выходят на стабильный уровень роста. Происходит перераспределение и отток капитала с рынков развивающихся стран».

Конъюнктура:



Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Отказ от ответственности

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК



«Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.